

Wojciech Świder

wojtekswider92@wp.pl

WPLYW PROGRAMÓW SKUPU AKTYWÓW (*QUANTITATIVE EASING*) W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI NA KONIUNKTURĘ GOSPODARCZĄ

Streszczenie: W artykule dokonano próby zbadania wpływu programów skupu aktywów na amerykańską gospodarkę. Przeanalizowano stopy zwrotu z indeksu giełdowego S&P 500, sprzedaż detaliczną, dynamikę produktu krajowego brutto i stopę bezrobocia. Rozpatrzono przyczyny niskiej inflacji, która stwarza przestrzeń do utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej. Obserwacje nie prowadzą do potwierdzenia nadzwyczajnej skuteczności omawianych programów stymulacyjnych. Wskazano niebezpieczeństwa dla stabilności koniunktury gospodarczej, jakie niesie nadmiernie ekspansywna polityka monetarna.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, skup aktywów, bank centralny, Fed.

Klasyfikacja JEL: G15, G18.

THE IMPACT OF THE ASSET PURCHASE PROGRAMME (*QUANTITATIVE EASING*) IN THE UNITED STATES OF AMERICA ON THE ECONOMIC GROWTH

Abstract: The article attempts to examine the influence of asset purchase programmes on the US economy. The rate of return from S&P 500 stock index, retail sales, gross domestic product dynamics, unemployment rate were analyzed. The causes of low inflation which gives space to maintain loose monetary policy were also considered. Observations do not lead to a claim of the extraordinary effectiveness of these stimuli. It points out the dangers posed by an excessively expansive monetary policy for the stability of the economy.

Keywords: monetary policy, asset purchase, central bank, Fed.

Wstęp

Globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w latach 2007–2008, był przedmiotem licznych badań i analiz. Apogeum zawirowań na światowych rynkach staje się coraz bardziej odległe i powoli można próbować oceniać działania podejmowane przez władze monetarne w celu łagodzenia jego skutków. W artykule pominięte zostaną przyczyny i przebieg kryzysu. Uwaga zostanie skupiona na bardzo popularnych programach skupu aktywów. Programy te, zwane w skrócie QE (*quantitative easing*), są niekonwencjonalną metodą polityki monetarnej, w której bank centralny kreuje pieniądź elektroniczny w celu zakupu takich aktywów finansowych jak obligacje rządowe [Bank of England 2015]. Amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) – bank centralny Stanów Zjednoczonych Ameryki, przeprowadził trzy serie owych programów po tym, jak dalsze obniżki stóp okazały bezcelowe ze względu na problem zerowej stopy procentowej. Pierwszy, zainicjowany we wrześniu 2008 r. program trwał do marca 2010 r. i opiewał na sumę początkowo 600 mld USD, a ostatecznie 1,65 biliona USD. Skupowane były aktywa zabezpieczone kredytami hipotecznymi (*mortgage-backed securities*, MBS), dług agencji rządowych i papiery skarbowe. Druga seria QE została wdrożona w listopadzie 2010 r. i potrwała do czerwca 2011 r. Skupiono aktywa o wartości 600 mld USD. Trzeci i ostatni program skupu aktywów ogłoszono we wrześniu 2012 r. Tym razem miesięczny skup MBS opiewał na kwotę 40 mld USD. W grudniu tego samego roku miesięczny skup aktywów rozszerzono o papiery skarbowe o wartości 45 miliardów USD, co się złożyło na miesięczny skup o wartości 85 mld USD. Program był stopniowo redukowany (o 10 mld USD co każde posiedzenie) i zakończył się w październiku 2014 r. [Federal Reserve 2015].

Amerykańska Rezerwa Federalna nie była osamotniona w niestandardowych działaniach. Programy skupu aktywów zostały zainicjowane przez inne wiodące banki centralne – Europejski Bank Centralny (ECB), Bank Anglii (BoE) czy Bank Japonii (BoJ). Ostatni kryzys finansowy przyczynił się do popularyzacji niestandardowych działań banków centralnych zorientowanych na zwiększanie płynności, obniżanie kosztu pieniądza czy przeciwdziałanie deflacji. Analizę skuteczności działań podjętych przez Fed utrudnia fakt, że państwa mogące służyć jako swego rodzaju punkt odniesienia również w mniejszym lub większym stopniu stosowały omawiane narzędzia. Ponadto w różnych, pozornie podobnych gospodarczo krajach różna jest struktura gospodarki, odmienny udział handlu zagranicznego w produkcie krajowym brutto czy poziom ingerencji państwa w gospodarkę. Nie ma na świecie krajów identycznych, dlatego analiza wszelkich danych zostanie przeprowadzona

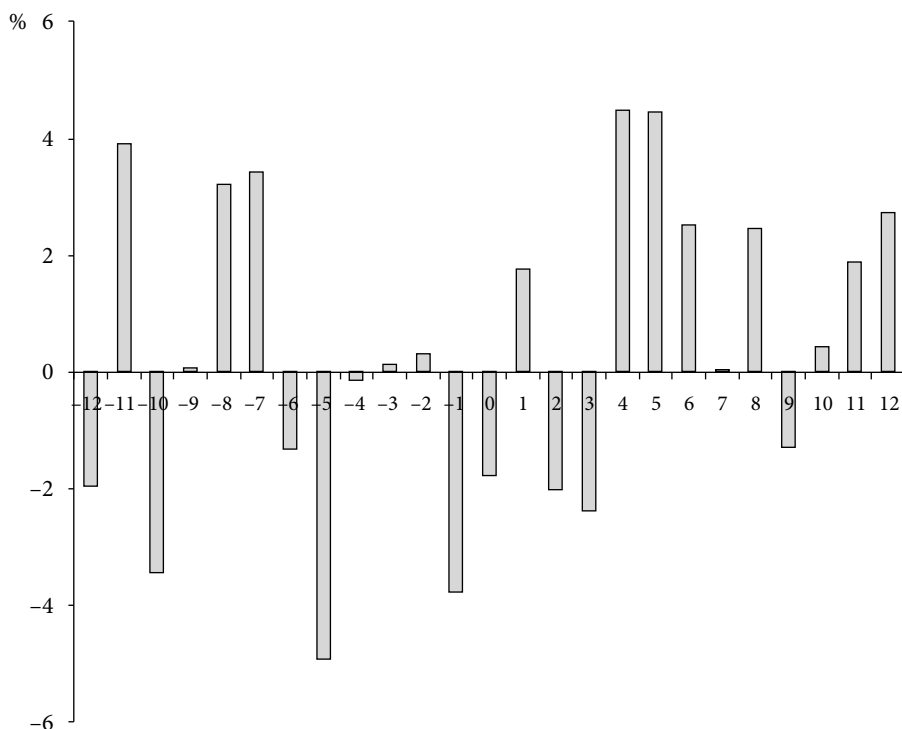
w sposób ostrożny, z próbą uwzględnienia licznych ograniczeń. Co więcej, analizowane są lata bezpośrednio po kryzysie, co przekłada się na nietypowe środowisko makroekonomiczne i występowanie anomalii gospodarczych. Mimo zasygnalizowanych ograniczeń w artykule zostanie przeprowadzona analiza wpływu programów QE na gospodarkę USA, z uwzględnieniem rynku akcji. Zagadnienie to budzi ożywioną dyskusję w kręgach zarówno akademickich, jak i inwestorskich.

1. Wpływ programów skupu aktywów na rynki akcyjne w Stanach Zjednoczonych Ameryki

Ze wszystkich zjawisk zachodzących w gospodarce USA to właśnie wahania na rynkach akcji skupiają na sobie największe zainteresowanie. Podkreśla się oderwanie od fundamentów, przewartościowanie, rekordowe wskaźniki zadłużenia wśród inwestorów. Gospodarka dopiero co wychodzi z pokrzyśowego marazmu, a indeksy giełdowe biją kolejne rekordy. W celu zapobieżenia gwałtownemu załamaniu gospodarczemu Fed ratował ważne systemowo instytucje i prowadził ekspansję monetarną na niespotykaną dotąd skalę. Pieniądz wprowadzany do obiegu przez bank centralny musi znaleźć lokatę i podwyższyć cenę wybranych aktywów. W środowisku ultraniskich stóp procentowych panuje tendencja do bardziej ryzykownych inwestycji, którymi są inwestycje w akcje. W gronie inwestorów panuje przeświadczenie, że programy skupu aktywów zawyżają wyceny spółek akcyjnych. Aby zbadać to zjawisko, przeprowadzono analizę stóp zwrotu z najważniejszego amerykańskiego indeksu giełdowego – S&P500¹. Na rysunku 1 zamieszczono miesięczne stopy zwrotu w okresie 12 miesięcy przed i po rozpoczęciu skupu aktywów. Analizowane były wspomniane trzy serie luzowania ilościowego, stopy zwrotu na rysunku to średnie stopy zwrotu wyliczone na bazie tych trzech transz. Okres zerowy oznacza miesiąc wdrożenia skupu aktywów. Rysunek nie wskazuje na występowanie znaczących różnic w okresie przed wprowadzeniem i po wprowadzeniu programu. Z drugiej strony, po wdrożeniu w życie QE mniej jest bardzo niskich stóp zwrotu, a więcej wyraźnie dodatnich, czyli okres ten wydaje się bardziej atrakcyjny dla inwestorów.

¹ Indeks, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji (głównie amerykańskich), notowanych na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (New York Stock Exchange) i pozagiełdowym, regulowanym rynku akcji w Stanach Zjednoczonych Ameryki (NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*).

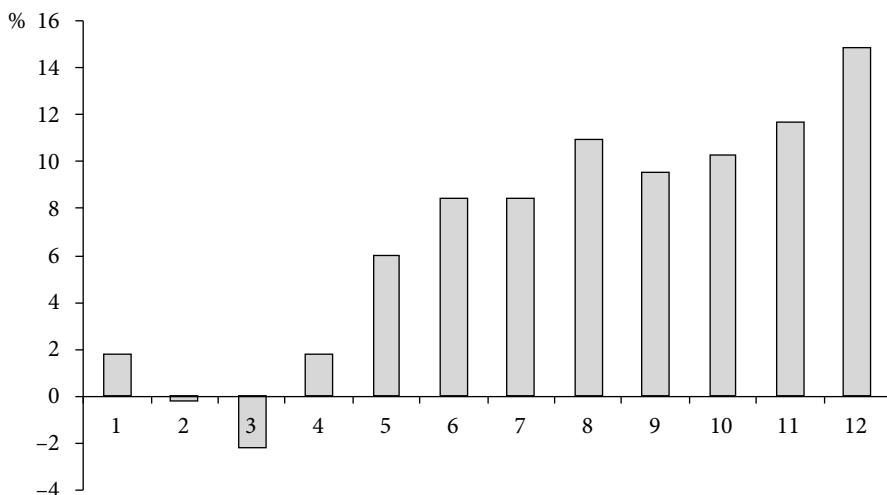
Rysunek 2 przedstawia rezultaty zajęcia długiej pozycji² w indeksie S&P 500 w momencie wdrażania programu skupu aktywów i utrzymywania jej do końca poszczególnych miesięcy w ciągu jednego roku. Przykładowo, stopa zwrotu oznaczona liczbą 3 oznacza, że zajęto pozycję długą w kontakcie na indeks w miesiącu inicjowania programu, a sprzedano na koniec trzeciego miesiąca, analogicznie liczba 12 przedstawia stopę zwrotu z okresu rocznego. Należy zaznaczyć, że tym razem przedmiotem badania są skumulowane stopy zwrotu, inaczej niż w poprzedniej analizie, w której to miesięczne stopy zwrotu rozpatrywane były oddzielnie.



Rysunek 1. Średnie miesięczne stopy zwrotu z indeksu S&P 500 w okresie 12 miesięcy przed i 12 miesięcy po wprowadzeniu programu skupu aktywów przez System Rezerwy Federalnej (Fed) – bank centralny

Źródło: Na podstawie cboe.com

² Pozycja długa – nabycie lub posiadanie instrumentów finansowych.



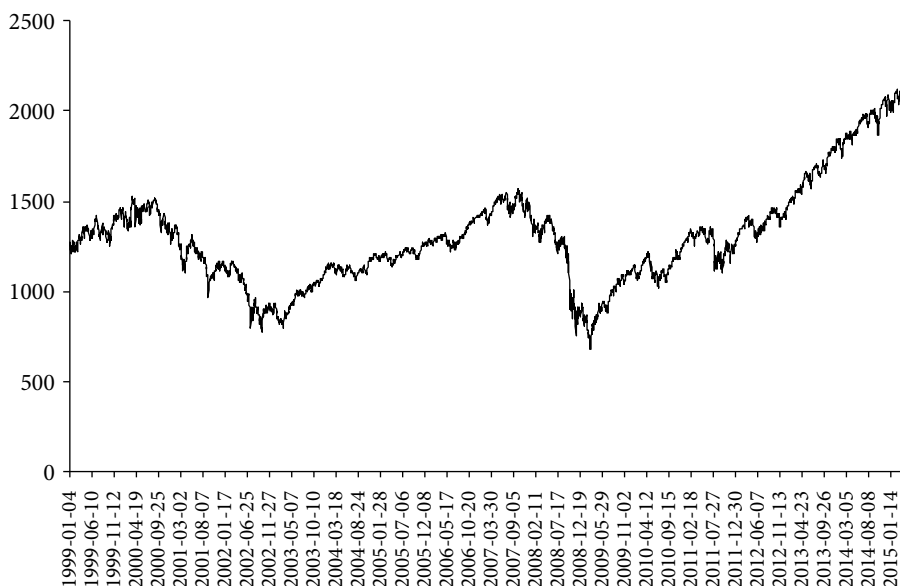
Rysunek 2. Stopy zwrotu z indeksu S&P 500 po zajęciu długiej pozycji (nabyciu instrumentów finansowych) w okresie wdrażania QE i realizacji zysków w poszczególnych miesiącach

Źródło: Na podstawie cboe.com

Metoda analizy stóp zwrotu z uwzględnieniem wpływu zjawisk makroekonomicznych została zaczerpnięta z książki E. Łona [2006]. W przywołanej publikacji stwierdzono, że ekspansywny impuls monetarny – definiowany jako pierwsza obniżka stóp procentowych – miał pozytywny wpływ na stopy zwrotu z indeksów giełdowych. Program QE jest również ekspansją monetarną, więc ten czynnik, *ceteris paribus*³, powinien korzystnie oddziaływać na koniunkturę na rynku akcji. Rysunek 2 zdaje się potwierdzać tę zależność, gdyż skumulowane stopy zwrotu w przeważającej liczbie okresów wzrastały i po roku osiągnęły, nie uwzględniając dywidend, wartość bliską 15%. Jest to wysoka wartość w porównaniu z przeciętną stopą zwrotu z amerykańskiego rynku giełdowego wynoszącą około 8–10%. Warto zaznaczyć, że po uwzględnieniu podatków, inflacji i kosztów transakcyjnych stopa ta może okazać się znacząco niższa [Forbes 2012]. Należy pamiętać, że badany okres jest szczególny, gdyż następuje zaraz po kryzysie. Oznacza to relatywnie niskie wyceny spółek giełdowych, które stwarzają znaczny potencjał wzrostowy. Podczas kryzysowej paniki również zdrowe fundamentalnie spółki podlegają przecenieniu. Fed swoją aktywną postawą prawdopodobnie przyśpieszył okres odbicia giełdowych notowań, które z kilkudziesięcioprocentowych spadków

³ Przy pozostałych czynnikach niezmiennych.

przeszły do dynamicznych wzrostów. Sytuację tę przedstawia rysunek 3. Giełda, wkrótce po kryzysie, dynamicznie przebiła historyczne rekordy.



Rysunek 3. Notowania indeksu S&P 500 w okresie od 04.01.1999 do 14.05.2015

Źródło: Na podstawie quandl.com

Biorąc pod uwagę krótkoterminowe wahania indeksu S&P 500, można zauważyć wielokrotnie pozytywną reakcję inwestorów, wbrew nieoczekiwaniu słabszym danym o rozwoju sytuacji na rynku pracy w USA, i odwrotnie – słabe nastroje po publikacji lepszych od oczekiwań danych. Można stąd wysnuć wniosek, że z dużym prawdopodobieństwem rynki giełdowe reagują silniej na kolejne fazy luzowania monetarnego niż rozwój sytuacji gospodarczej⁴. Potwierdzeniem tego może być reakcja rynków z 19 czerwca 2013 r., kiedy to B. Bernanke, ówczesny prezes Fed, rozważał możliwość ograniczenia skupu aktywów [Federal Reserve 2013]. Inwestorzy giełdowi zareagowali bardzo nerwowo na słowa prezesa Fed i bardzo mocne spadki notowań trwały jeszcze następnego dnia po wystąpieniu. Co interesujące, Bernanke kilka dni później, 10 lipca, wygłosił przeciwstawny komunikat. Stwierdził, że gospodarka USA potrzebuje łagodnej polityki monetarnej [Federal Reserve 2013]. Prawdopodobnie, widząc reakcję rynków (wzrost rynkowych stóp procentowych),

⁴ Przynajmniej w krótkim okresie.

postanowił użyć gołębiej⁵ retoryki do zmiany oczekiwań rynku. Po tym wystąpieniu giełdy wróciły do dynamicznego trendu wzrostowego.

2. Wpływ cen walorów giełdowych na wydatki gospodarstw domowych

Rynek kapitałowy odgrywa w USA znacznie ważniejszą rolę niż w Europie. Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych (Bank for International Settlements) kredyt bankowy stanowi 80% źródeł finansowania wśród europejskich firm. W USA udział ten wynosi jedynie 20% [Obserwatorfinansowy.pl 2014]. Oznacza to, że dzięki napływowi środków na giełdę przedsiębiorstwa mają łatwiejszy dostęp do kapitału. Co więcej, działa tu efekt dochodowy, dzięki czemu rynki giełdowe stają się kanałem transmisji impulsów monetarnych [Przybylska-Kapuścińska 2008, s. 188]. Posiadacze akcji, w tym gospodarstwa domowe, dzięki hossie posiadają aktywa o większej wartości, co powinno stymulować konsumpcję. Wielu obserwatorów ma negatywne nastawienie do tej kwestii. Ich zdaniem, na takich nienaturalnych wzrostach i spadkach zarabiają wyspecjalizowane instytucje i zawodowi spekulanci, a drobni inwestorzy tracą. L. Effinger [2015] wymienia jako beneficjentów: zatrudnionych na posadach rządowych i „grube ryby” z Wallstreet, ale również ludzi biednych i nieradzących sobie finansowo. Dwie ostatnie grupy, jak podkreśla autor, skorzystały tylko dzięki programom pomocowym. Aby zweryfikować występowanie efektu dochodowego, zestawiono notowania S&P 500 i sprzedaż detaliczną w ujęciu miesięcznym (patrz rysunek 4). Dane na temat sprzedaży detalicznej obejmują usługi gastronomiczne. W wydatkach konsumentów dużą część stanowią dobra o stosunkowo niskiej elastyczności cenowej popytu, takie jak żywność i ubrania, w związku z czym z teoretycznego punktu widzenia nie powinno się obserwować drastycznych zmian tego wskaźnika. Przywołany rysunek potwierdza tę zależność. Nawet w trakcie i tuż po kryzysie (na rysunku gwałtowne spadki notowań S&P 500 w latach 2008 i 2009) sprzedaż detaliczna jedynie nieznacznie podążyła w dół za indeksem. Wraz ze wzrostem wartości aktywów giełdowych konsumpcja powoli rosła i na koniec 2014 r. osiągnęła poziom znacznie wyższy niż przed apogeum kryzysu. Można więc przypuszczać, że efekt dochodowy prawdopodobnie wystąpił w rozpatrywanym okresie.

⁵ Zorientowanej na łagodzenie uwarunkowań monetarnych.



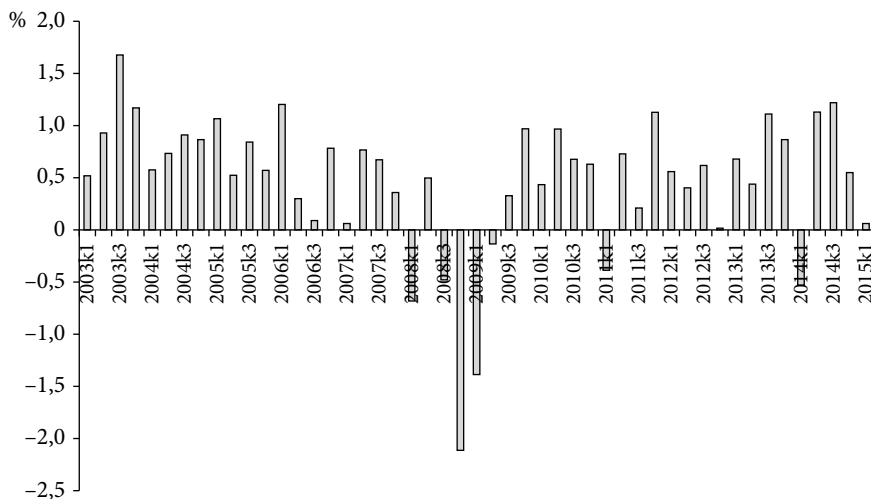
Rysunek 4. Notowania indeksu S&P 500 (skala prawa, punkty indeksowe) i sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych Ameryki (skala lewa, mln USD) w latach 2004–2014

Źródło: Na podstawie cboe.com i census.gov

3. Wpływ programów skupu aktywów na produkt krajowy brutto w Stanach Zjednoczonych Ameryki

Rosnące ceny akcji i obniżone koszty kredytów konsumenckich sprzyjają konsumpcji prywatnej, która wchodzi w skład wskaźnika PKB. Konsumenci napędzają tym samym inwestycje przedsiębiorstw, którzy również są beneficjentami niskich stóp procentowych, jeśli zdecydują się na rozbudowę firm finansując się długiem. Nie tylko sektor prywatny jest stymulowany ekspansją monetarną. Rząd USA permanentnie finansuje się długiem, który przy akomodacyjnych uwarunkowaniach monetarnych staje się mniej uciążliwy w obsłudze. Może to zmniejszać koszty ekspansyjnej polityki budżetowej i tym samym zachęcać do stymulacji fiskalnej. Bezpośrednio na wskaźnik produktu krajowego brutto również wpływa saldo handlu zagranicznego. Programy skupu aktywów obniżają rynkowe stopy procentowe co, *ceteris paribus*, przekłada się na obniżenie kursu waluty krajowej i zwiększa konkurencyjność eksportu. Ponadto niski koszt kredytów inwestycyjnych poprawia pozycję amerykańskich eksporterów

w stosunku do zagranicznej konkurencji. Zasadne jest zatem pytanie: czy dane empiryczne zobrazują pozytywne oddziaływanie programów QE na dynamikę PKB? Rysunek 5 może być pomocny w odpowiedzi na to pytanie.



Pierwsza transza QE została wprowadzona we wrześniu 2008 r.

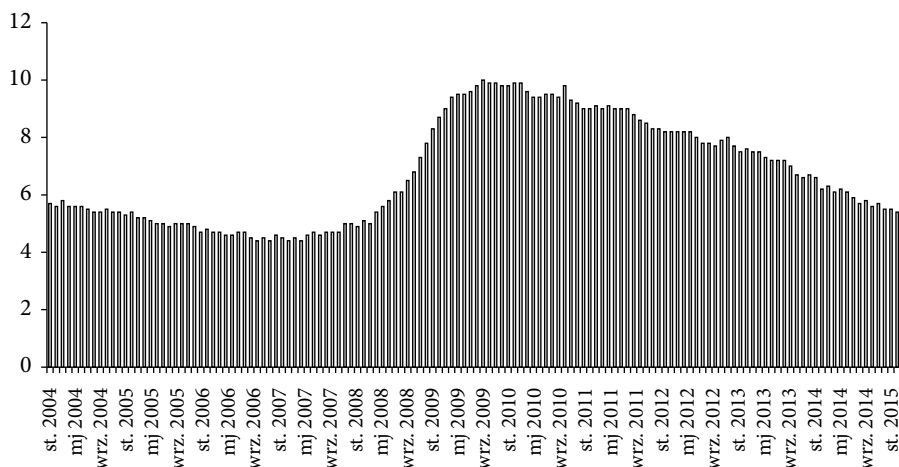
Rysunek 5. Kwartalna dynamika produktu krajowego brutto w Stanach Zjednoczonych Ameryki w okresie od I kwartału 2003 r. do I kwartału 2015 r.

Źródło: Na podstawie bea.gov

Na pierwszy plan wysuwają się kryzysowe kwartały z wyraźnym spadkiem PKB. Przedzielają one dwa okresy o podobnej dynamice zmian PKB, gdyż gospodarka Stanów Zjednoczonych szybko wróciła do swojej standardowej ścieżki wzrostu obserwowanej w dłuższym okresie (65 lat), z niewielką tendencją do zwolnienia. Stopniowy spadek dynamiki PKB w dłuższym okresie jest naturalnym zjawiskiem związanym z dojrzewaniem gospodarki. Można więc uznać, że luzowanie ilościowe nie jest panaceum na wzrost gospodarczy i nie zwiększyło dynamiki wzrostu gospodarczego ponad naturalne poziomy. Z drugiej strony należy zaznaczyć, że kryzys w USA nie trwał długo, zdecydowanie krócej niż w Europie, gdzie dynamika PKB nadal oscyluje wokół zera. Jak już wspomniano w ograniczeniach, może się to wiązać z silnym przeregulowaniem gospodarek krajów członkowskich Unii Europejskiej i potrzebą reform. Stosunkowo liberalne otoczenie biznesu w USA umożliwia szybkie wznowienie aktywności gospodarczej po okresie dekoniunktury, co może być znaczącym bodźcem do powrotu optymizmu podmiotów gospodarczych.

4. Wpływ programów skupu aktywów na stopę bezrobocia i zatrudnienie w Stanach Zjednoczonych Ameryki

Fed realizuje szerokie spektrum celów. Jednym z nich jest wspieranie zatrudnienia. Obecna prezes – J. Yellen – uważnie śledzi wskaźniki rynku pracy i swoim „gołębim” nastawieniem dąży do ich poprawy [Theguardian.com 2014]. Rysunek 6 przedstawia stopę bezrobocia w USA, począwszy od 20004 r.



Rysunek 6. Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych Ameryki od 2004 r. do kwietnia 2015 r.

Źródło: Na podstawie data.bls.gov

Stopa bezrobocia w trakcie trwania programów QE bardzo wyraźnie zmalała. Jednak wielu obserwatorów wskazuje na dwa niepokojące zjawiska – spadek wskaźnika aktywności ekonomicznej ludności i niski wzrost średnich płac godzinowych [Money.pl 2015]. W USA istnieje problem bardzo dużych różnic majątkowych i stagnacja dochodów klasy średniej. W latach 1948–1973, dzięki wzrostowi wydajności pracy, wysokiemu poziomowi aktywności ekonomicznej i dystrybucji dochodu, klasa średnia podwajała swoje zarobki średnio co 25 lat. W latach 1973–1995 tempo wzrostu wydajności siły roboczej spadło i dystrybucja dochodu stała się mniej korzystna dla klasy średniej. Udział 1% najbogatszych obywateli w dochodzie narodowym prawie się podwoił, a udział 90% najbiedniejszych zmalał. Czynnikiem hamującym spadki dochodów było zwiększone uczestnictwo w rynku pracy. Coraz więcej gospodarstw domowych składało się z dwóch pracujących osób, w rezultacie częstszego

podejmowania pracy przez kobiety. Lata 1995–2013 były okresem powrotu do zwiększonego tempa wzrostu wydajności pracy, między innymi dzięki rozwojowi technologii teleinformatycznych. Proces ten nie przełożył się jednak na wzrost zarobków klasy średniej. Obserwowano zaś malejące uczestnictwo w sile roboczej, dodatkowo spotęgowane przez odchodzenie na emeryturę pokolenia zwanego „baby boomers” po 2008 r. [Obserwatorfinansowy.pl 2015]. Właśnie ten spadek uczestnictwa jest częściowo odpowiedzialny za tak niską stopę bezrobocia. Zrozumiały jest zatem umiarkowany pesymizm w postawie Fedu. Zasadnie jest pytanie, czy narzędzia polityki monetarnej są jeszcze w stanie wyraźnie poprawić sytuację na rynku pracy. Według poprzednika J. Yellen, B. Bernanke, polityka monetarna nie jest w stanie sama rozwiązać problemów z bezrobociem [Federal Reserve 2012].

5. Inflacja jako czynnik ograniczający stymulację monetarną

Luźna polityka pieniężna może trwać dopóty, dopóki nie powstanie presja inflacyjna lub na rynku nie wytworzą się niebezpieczne bańki spekulacyjne. Niska inflacja w Stanach Zjednoczonych Ameryki wpisuje się w globalny trend dezinflacji. Można zadać pytanie, dlaczego po długim czasie utrzymywania niskich stóp procentowych i prowadzenia QE – jako dodatkowej stymulacji – inflacja nie powstaje. Hipotez jest wiele. Ciekawą opinię na ten temat przedstawił M. Stopka⁶. Stwierdził, że koniunktura gospodarcza zdeterminowana jest przez cykle gospodarcze, głównie 10-letnie. Zdaniem badacza, znajdujemy się w fazie negatywnej – spadku aktywności gospodarczej i spadku poziomu cen, stąd też brak inflacji [Stopka 2014].

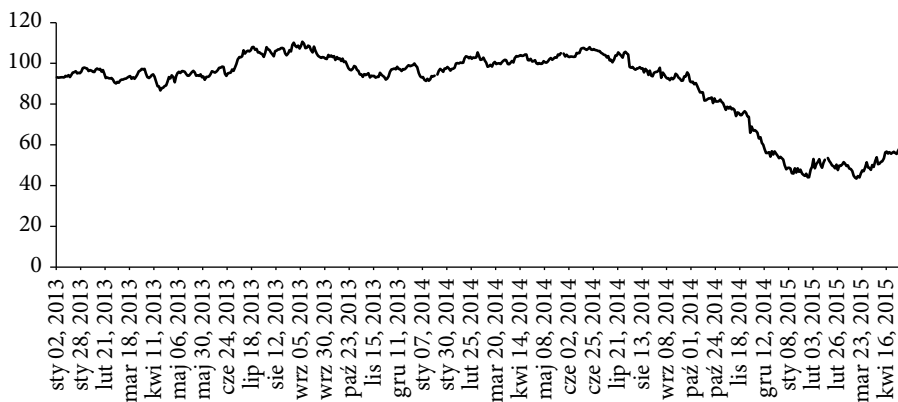
Niska stopa bezrobocia w USA powinna teoretycznie wzmagać wzrost cen. Tu pojawia się omawiany wcześniej problem – spadek partycypacji w rynku pracy i niskie przyrosty zarobków. W związku z tym wątpliwe jest, żeby sytuacja na rynku pracy stanowiła stymulantę dla wzrostu cen w najbliższym czasie.

Niekiedy podnoszonym argumentem, tłumaczącym niską dynamikę cen, jest napływ tanich towarów z Chin, które kreują swoją konkurencyjność między innymi dzięki taniej sile roboczej. Również wydajniejsze metody produkcji obniżają koszt wytwarzania dóbr i dzięki temu przedsiębiorcy stymulowani konkurencją starają się obniżyć ceny. Postęp technologiczny jest obecny nie tylko w Chinach, lecz w połączeniu z relatywnie taną siłą roboczą krajów Azji Południowo-Wschodniej czy innych krajów rozwijających się mogą

⁶ Podczas wykładu na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.

powodować spadek cen wielu produktów. W związku z tym czynnik ten może być jednym z wielu. Jego waga zależy również od konstrukcji koszyków produktów analizowanych przez ośrodki statystyczne.

Analizując koszty, nie można pominąć surowców, ponieważ stanowią one składową wielu towarów, wpływają na ceny wytworzenia i transportu. Jako pierwsze analizie zostaną poddane produkty rolne. Bardzo popularna w USA kukurydza kosztowała w 2012 r. ponad 800 USD za buszel⁷, w maju 2015 r. za taką ilość należało zapłacić już tylko około 360 USD. Rozpatrując ostatnie lata, również pszenica i soja znajdują się blisko minimów. Bardzo potaniał cukier. W odniesieniu do mięs należy odnotować umiarkowane ceny wieprzowiny i rosnącą cenę wołowiny, która stanowi swego rodzaju wyjątek w analizowanej grupie. Metale, takie jak złoto, srebro czy miedź, nie były chętnie nabywanymi walorami. Co prawda nie mamy do czynienia z notoryczną wyprzedażą tych surowców, jednak popyt został wyhamowany i ich ceny utrzymują się w trendach spadkowych. Dużo gwałtowniej jawi się sytuacja na rynku ropy naftowej. Od czerwca 2014 r. ropa naftowa dynamicznie tanieje, co zostało przedstawione na rysunku 7.



Rysunek 7. Notowania ropy naftowej typu *crude* w okresie od 02.01.2013 do 30.04.2015

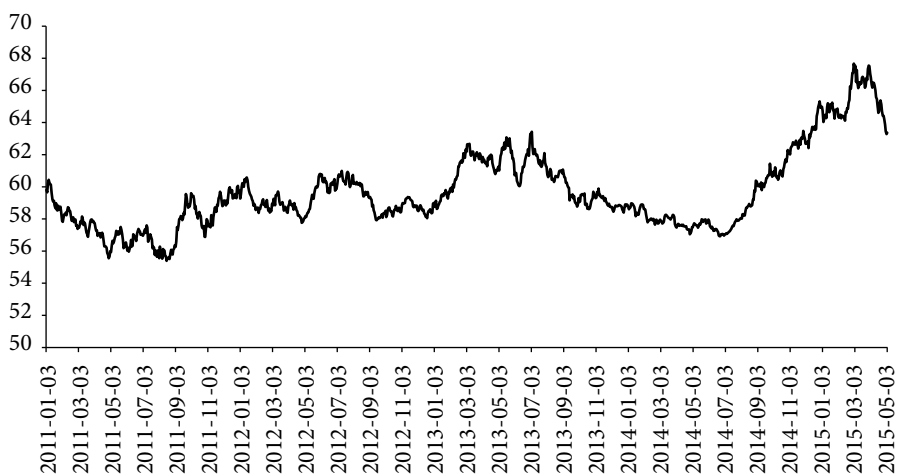
Źródło: Na podstawie eia.gov

Drastyczny spadek cen ropy naftowej to wypadkowa wielu czynników: od relatywnie niskiego popytu (spowodowanego słabą światową koniunkturą)

⁷ Anglosaska jednostka objętości używana najczęściej w odniesieniu do materiałów sypkich, 1 buszel kukurydzy waży 25,40 kg.

po drobne szoki podażowe. Wielu obserwatorów wiązało nadzieje na powstrzymanie spadku cen ze spotkaniem kartelu OPEC w listopadzie 2014 r. Organizacja jednak nie ograniczyła produkcji, jak wielu spekulowało, co przełożyło się na dalszą przecenę. Długotrwałe odbicie jest ograniczone, ponieważ wzrostowi cen ropy naftowej będzie towarzyszyć wzrost wykorzystania alternatywnych źródeł energii w Stanach Zjednoczonych Ameryki w rezultacie rewolucji łupkowej. Tanie paliwo, które jest pochodną cen ropy, stanowi czynnik stymulujący gospodarkę i obniżający koszty nie tylko transportu, ale i wielu procesów produkcyjnych. Podsumowując, należy zauważyć, że to prawdopodobnie spadek cen surowców chroni USA przed wzrostem inflacji.

Ostatnim rozpatrywanym czynnikiem w kontekście presji inflacyjnej jest kurs walutowy, który przez relacje handlowe z zagranicą oddziałuje na poziom cen krajowych. Mocna waluta krajowa działa antyinflacyjnie, a słaba waluta może powodować tak zwany import inflacji. Na rysunku 8 przedstawiono indeks dolara amerykańskiego (*dollar index*)⁸.



Rysunek 8. Indeks dolara amerykańskiego w okresie od 03.01.2011 do 15.05.2015

Źródło: Na podstawie stooq.pl

Dolar przez większość ostatnich lat pozostawał stabilny. Dopiero druga połowa 2014 r. przyniosła umocnienie, które trwa w 2015 r. Inwestorzy zdają

⁸ Indeks dolara ukazuje siłę dolara amerykańskiego na tle koszyka innych walut o następujących udziałach procentowych: euro – 57,6%, jen japoński – 13,6%, funt brytyjski – 11,9%, dolar kanadyjski – 9,1%, korona szwedzka – 4,2%, frank szwajcarski – 3,6%.

się dyskontować podwyżki stóp procentowych przed Fed, który jako jeden z pierwszych czołowych banków centralnych ma podjąć takową decyzję. To umocnienie dolara spowoduje spadek presji inflacyjnej, co może dać decydującym Fed więcej czasu na podjęcie decyzji o zacieśnianiu monetarnym. Warto przytoczyć w tym kontekście teorię cyklu prezydenckiego. W ramach cyklu zakłada się intensyfikację działań administracji prezydenckiej w celu pobudzenia koniunktury na rok wyborów [Łon 2006, s. 108]. Mandat Fed przewiduje współdziałanie z rządem, przez co być może decydenci banku będą chcieli wykorzystać miesiące poprzedzające wybory prezydenckie na utrzymanie akomodacyjnych uwarunkowań polityki pieniężnej.

Zakończenie

Przeprowadzone rozważania poparte danymi doprowadziły do licznych wniosków. Ekspansywna polityka Fed sprzyjała koniunkturze na giełdzie akcji zarówno w krótkim, jak i w długim okresie. Indeks S&P 500 szybko zakończył okres bessy po kryzysie i ustanowił historyczne rekordy. Dynamicznie rosnące notowania zbiegły się w czasie ze stopniowym wzrostem sprzedaży detalicznej, co może prowadzić do uznania za prawdopodobny przywołany efekt majątkowy. W przypadku bessy efekt ten działa na niekorzyść posiadaczy akcji. Luzowanie ilościowe wpłynęło na produkt krajowy w ten sposób, że po recesji, szybko zanotowano powrót do średnich wartości wskaźnika tempa wzrostu gospodarczego. Stopa bezrobocia w USA spadała, ale wydaje się, że zdecydowanie większy wpływ na to zjawisko mają inne czynniki niż monetarne. Z tego względu bardzo trudno wskazać wartościowe wnioski w tym zakresie. Przyjęty przez banki centralne hamulec luzowania, jakim jest inflacja, dotychczas pozostawia dużo miejsca na łagodne podejście do kosztu pieniądza. Jednym z głównych czynników tego stanu rzeczy wydają się niskie ceny surowców połączone z umiarkowanymi nastrojami biznesu. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym dynamikę cen jest aprecjacja dolara amerykańskiego względem walut zagranicznych.

Z analizowanych danych wyłania się obraz QE jako narzędzia, które jest w stanie poprawić pewne zmienne makroekonomiczne i wyprowadzić gospodarkę z kryzysowego szoku. Prawdopodobnie nie ma jednak podstaw, aby sądzić, że narzędzia te mogą trwale wspomóc koniunkturę.

Tak znacząca ingerencja w ceny na rynku musi wywołać szereg skutków ubocznych. Cena kapitału informuje uczestników rynku, na ile jest on zasobem rzadkim w danej sytuacji gospodarczej. Przy wysokich rynkowych

stopach procentowych przedsiębiorca dostaje informację, że kapitału jest mało lub działalność biznesowa jest postrzegana przez rynek jako relatywnie ryzykowna. Bank centralny ma narzędzia do manipulacji stopą procentową, dlatego może oddziaływać na gospodarkę. Zaniżone stopy procentowe powodują złudzenie obfitości kapitału, w rezultacie czego wzrasta skłonność do ryzyka. Podejmowane są inicjatywy, na które nie ma realnych środków. Gdy w końcu dochodzi do podwyżek, okazuje się, że część przedsięwzięć jest nierentowna i prowadzi do licznych bankructw. Aby ceny zasobów wróciły do równowagi, potrzeba czasu na dostosowanie, czasu deflacji. Gdy ceny spadną na tyle, że podmioty gospodarcze przestaną oczekiwać dalszych spadków, gospodarka będzie mogła się odrodzić w nowej, uzdrowionej strukturze. Takie ujęcie zjawiska cyklu koniunkturalnego należy przypisać ekonomistom reprezentującym austriacką szkołę w ekonomii, jej podstawy wypracowali Friedrich von Hayek i Ludwig von Mises. W sposób wyczerpujący opisuje te zjawiska Jesús Huerta de Soto – współczesny ekonomista kontynuujący ten nurt rozważań [Huerta de Soto 2011].

Rozpatrując kryzysy w USA, można zauważyć, że Wielki Kryzys z 1929 r. również zaistniał wskutek bańki spekulacyjnej powstałej w środowisku niskich stóp procentowych. Inwestorzy finansowali zakup akcji kredytem, a pozorny rozwój trwał długo, ponieważ na rynek płynął nowy pieniądz. Optymizm nie trwał wiecznie i gwałtowny krach był początkiem długiej depresji gospodarczej. Podobna sytuacja zaistniała w przypadku bańki na akcjach spółek technologicznych, kiedy to niskie stopy procentowe w latach 1998 i 1999 wytworzyły środowisko do podejmowania ryzykownych i irracjonalnych decyzji, krach „ostudził” inwestorów ponownie. Receptą na leczenie jego skutków była ekspansja monetarna. Dała ona ponownie podłoże do nienaturalnych wzrostów cen nieruchomości i innych rynków. Skutek pojawił się szybko, już w 2007 r. pojawiły się kłopoty, gdy zrozumiano, że koszt pieniądza nie pozostanie niski na zawsze.

Zastanawiać może fakt, że nadal schemat jest powielany. Fed znowu ściśle kontroluje stopę procentową. Nic nie wskazuje na to, żeby teraz miało być inaczej, tzn. aby zaniżone stopy procentowe nie wywołały kolejnych rynkowych perturbacji. Każdy kryzys jest inny i polityka pieniężna nie jest jedynym czynnikiem sprawczym. Jest jednak pewnym elementem wspólnym i z każdym kolejnym przypadkiem coraz trudniej jest ekonomistom pominąć tę zależność. Możliwe jest, że decydenci w USA nieoficjalnie preferują krótkotrwałe ożywienie, kosztem odroczonego kryzysu. Jeśli to prawda, to formalne cele Fed, takie jak stabilność cenowa i systemowa, są zagrożone w dłuższym okresie.

Bibliografia

- Bank of England, 2015, *What Is Quantitative Easing?* <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/qe/default.aspx> [dostęp: 16.05.2015].
- Bureau of Economic Analysis, 2015, <http://bea.gov> [dostęp: 15.05.2015].
- Bureau of Labor Statistics, 2015, <http://www.bls.gov> [dostęp: 15.05.2015].
- Cboe, 2015, <http://www.cboe.com> [dostęp: 15.05.2015].
- Effinger, L. 2015, *Here's Why Quantitative Easing Means Only the Rich Get Richer*, <http://www.housingwire.com/blogs/1-rewired/post/33856-heres-why-quantitative-easing-means-only-the-rich-get-richer> [18.05.2015].
- Federal Reserve, 2012, 2013, 2015, *Meeting Calendars, Statements, and Minutes (2010–2016)*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm> [dostęp: 15.05.2015].
- Forbes, 2012, *Why Your Investment Returns Could Be Lower Than You Think*, <http://www.forbes.com/sites/financialfinesse/2012/06/20/why-your-investment-returns-could-be-lower-than-you-think/> [dostęp: 16.05.2015].
- Huerta de Soto, J., 2011, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, przeł. G. Łuczkiwicz, Instytut Misesa.
- Łon, E., 2006, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Money.pl, 2015, *Puste kalendarium zapowiada spadek zmienności*, <http://m.money.pl/wiadomosci/artykul/puste-kalendarium-zapowiada-spadek-zmienności,204,0,1731276.html>, [dostęp: 17.05.2015].
- Obserwatorfinansowy.pl, 2014, *Unia szuka kapitału poza bankami*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/unia-szuka-kapitału-poza-bankami/> [dostęp: 17.05.2015].
- Obserwatorfinansowy.pl, 2015, *Krótką historią ekonomii amerykańskiej klasy średniej*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/krotka-historia-ekonomii-amerykanskiej-klasy-sredniej/> [dostęp: 17.05.2015].
- Przybylska-Kapuścińska, W., 2008, *Współczesna polityka pieniężna*, Difin, Warszawa.
- Quandl, 2015, <https://www.quandl.com> [dostęp: 15.05.2015].
- Stooq, 2015, <http://stooq.pl/> [dostęp: 15.05.2015].
- Stopka, M., 2014, *Cykle w gospodarce, a obecna polityka Banków Centralnych: dlaczego QE nie powoduje inflacji?*, Wykład otwarty na UEP w dniu 04.12.2014.
- Theguardian.com, 2014, *Janet Yellen says recovery in labor market 'far from complete'*, <http://www.theguardian.com/business/2014/feb/11/janet-yellen-congress-federal-reserve-chief-live> [dostęp: 17.05.2015].
- U.S Census Bureau, 2015, <http://census.gov> [dostęp: 15.05.2015].
- U.S Energy Information Administration, 2015, <http://www.eia.gov> [dostęp: 15.05.2015].